O *bitcoin* é um valor mobiliário ou um ativo financeiro?

JOÃO MANOEL DE LIMA JUNIOR

Resumo: Analisa-se se o *bitcoin* pode ser juridicamente definido no Brasil como um valor mobiliário. Com base em pesquisa bibliográfica e método dedutivo, parte-se da constatação de que a definição do regime jurídico aplicável ao *bitcoin* permitirá a futura identificação do regime jurídico aplicável aos demais criptoativos e à sua distribuição pública (as *Initial Coin Offerings* (ICOs)). O presente trabalho está dividido em três partes além da introdução, da conclusão e das referências bibliográficas: 1. *O que é o bitcoin?*, 2. *O bitcoin é um valor mobiliário?* e 3. *O bitcoin é um ativo financeiro?*. O texto conclui que o *bitcoin* não é um valor mobiliário nem um ativo financeiro e, portanto, está fora do perímetro regulatório do órgão regulador do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: *bitcoin*; natureza jurídica; valor mobiliário.

Is bitcoin a security or a financial asset?

Abstract: This article analyzes whether bitcoin could be considered a security or a financial asset in Brazil. Based on bibliographical research and on the deductive method, the article draw conclusions considering that the definition of the legal and regulatory regime applicable to bitcoin will enable the future identification of the legal regime applicable to other crypto-assets and to their Initial Coin Offerings (ICOs). The present article is divided into three parts besides the introduction, the conclusion and the bibliographical references: 1. *What is bitcoin?*, 2. *Is bitcoin a security?* and 3. *Is bitcoin a financial asset?*. The article concludes that bitcoin is neither a security nor a financial asset and, therefore, is outside the regulatory space of the Brazilian Securities and Exchange Commission.

Keywords: bitcoin; legal nature; security.

Recebido em 14/2/22
Aprovado em 29/5/22

1 Introdução

O objetivo do presente trabalho é analisar se o *bitcoin* é um valor mobiliário ou um ativo financeiro para fins atribuição da competência regulatória da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Esse é o primeiro passo para a definição do arcabouço jurídico e regulatório aplicável a essa desafiadora inovação financeira e tecnológica, pois, a depender da natureza jurídica do *bitcoin*, poderão ser realizados novos estudos e avanços regulatórios necessários para identificar se o *bitcoin* (e, consequentemente, outras criptomoedas ou criptoativos) deve ser caracterizado como valor mobiliário, ativo financeiro ou outras formas de captação de recursos de terceiros disponíveis em mercados com maior ou menor nível de organização e institucionalização de práticas de governança e de proteção à poupança popular.

A natureza jurídica do *bitcoin* pode ser investigada com base nas potenciais funções econômicas desse produto financeiro. Por exemplo, é possível considerar se o *bitcoin* é uma moeda, uma quase moeda ou um meio de pagamento. A análise do *bitcoin* com relação à política econômica e às normas produzidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou pelo Banco Central do Brasil (BCB) será empreendida em outro trabalho; com essa separação, espera-se conferir maior clareza à introdução e à análise do objeto do artigo, que se divide em três partes além desta breve introdução, da conclusão e das referências bibliográficas.

2 O que é o *bitcoin*?

Criado pelo engenheiro japonês Satoshi Nakamoto, o *bitcoin* foi desenvolvido como um sistema de pagamentos que funciona com base numa rede ponto a ponto (*peer-to-peer electronic cash system*). O *bitcoin* surgiu em janeiro de 2009 quando Nakamoto lançou a primeira versão do programa de computador do *Bitcoin* e *minerou* a primeira "moeda" (*electronic coin*) de *bitcoin*.

Segundo Nakamoto ([2009]), o propósito da criação do *bitcoin* era fornecer um sistema alternativo para viabilizar negociações eletrônicas que dispensasse uma instituição financeira para garantir a confiabilidade e a segurança das negociações realizadas. Segundo ele, esse modelo centralizado de intermediação e processamento de pagamentos por via eletrônica teria como desvantagens: i) a impossibilidade de realização de negociações completamente irreversíveis; ii) o alto custo de monitoração e de transação; iii) maior necessidade de confiança entre as partes contratantes; e iv) consequente aumento do valor mínimo das transações

realizadas. Isso inviabilizaria a adoção generalizada de um modelo de pagamentos eletrônicos baseado em plataformas centralizadas como meio universal de pagamentos.

A solução para os problemas identificados seria criar um sistema para monitorar e garantir a autenticidade da realização de pagamentos que não dependesse exclusivamente da ação de instituições financeiras ou de quaisquer terceiros intermediários que tivessem deveres fiduciários sobre a movimentação e custódia desses recursos – o que tornaria obsoleta a ação de instituições financeiras centralizadoras de informações sobre a vida financeira e o patrimônio das pessoas. A solução proposta por Nakamoto ([2009]) foi criar um registro eletrônico distribuído (*distributed ledger technology*) em que todas as movimentações de recursos seriam monitoradas e acessíveis a todos os membros da rede.

Em linhas gerais, a rede do *Bitcoin*, que opera por meio da internet, funciona assim: cada ponto da rede e cada conjunto de informações financeiras sobre determinado usuário (as carteiras de *bitcoin*, *bitcoin wallets*) recebem um *hash* único que a identifica, e cada transação realizada com recursos guardados nessa carteira também recebe um *hash* próprio. As informações sobre o conjunto de operações realizadas com os *bitcoins* são reunidas em blocos também identificados de forma única por meio de *hashs* específicos.

As informações sobre cada operação e o histórico de movimentação de cada *bitcoin* estão disponíveis a todos os pontos/usuários da rede e somente são homologadas se a maioria dos processadores em operação na rede confirmar a autenticidade das informações. Assim, em vez de depender das informações guardadas e fornecidas por um único agente (por meio de um extrato bancário, por exemplo), a autenticidade de uma informação ou de movimentação financeira depende da capacidade de processamento descentralizada da maioria dos nós da rede.

Na plataforma de negociação desenvolvida por Nakamoto ([2009]), vinculadas à capacidade de processamento disponível na rede estão a segurança das negociações e a certeza de que uma mesma negociação – ou seja, uma mesma transferência de *bitcoins* de uma pessoa A para a uma pessoa B – não foi realizada em duplicidade. Segundo ele, quanto mais computadores estivessem realizando operações legítimas com *bitcoins*, mais difícil seria para um eventual *hacker* inserir informações sobre operações fraudulentas na rede, como criar *bitcoins* sem que tivessem sido devidamente *minerados* na rede (por analogia, seria o equivalente à criação e distribuição de notas falsas de real) ou utilizar os dados de um pagamento feito em determinado momento para obter a quitação de outras dívidas, realizando pagamentos em duplicidade (por analogia, seria como se estelionatários tentassem utilizar um mesmo número de autenticação bancária de pagamento para fraudulentamente comprovar o pagamento de outros boletos).

Para que pudesse corromper ou alterar o protocolo da rede do *Bitcoin* (algo que, pelas informações públicas sobre o funcionamento dessa rede ainda não foi feito), alguém deveria deter controle sobre os processadores ligados na rede que tivessem a maioria da capacidade de processamento de toda ela para conseguir homologar as transações e informações falsas por ela inseridas na rede. Desse modo, o *hacker* poderia inserir informações sobre *bitcoins* não devidamente *minerados* e atestar a veracidade de movimentações não realizadas de fato. Caso conseguisse sozinho reunir a maioria da capacidade de processamento da rede, poderia criar nela um *fork* – isto é, criar uma ramificação de informações além da que vinha sendo transmitida antes de sua ação. Desse modo,

ele promoveria uma mudança no protocolo da rede do *Bitcoin* que alteraria as regras de formação de consenso entre os pontos (*nós*) da rede e conseguiria desaprovar as operações e informações verdadeiras e aprovar as operações e informações falsas por ele inseridas na rede.

Em resumo, por meio desse mecanismo de funcionamento, a rede descentralizada de blocos de informações – a cadeia de blocos ou *blockchain* por onde os *bitcoins* circulam eletronicamente do patrimônio (*bitcoin wallet*) de uma pessoa para outra – oferece tanto um sistema de emissão de *moeda* que independe de autoridades monetárias quanto um sistema de pagamentos que independe da ação de intermediários financeiros.

Acredita-se que o protocolo do *bitcoin* permitirá a criação (ou *mineração*) de até 21 milhões de *bitcoins*, dos quais 18,85 milhões já foram *minerados* e estão em circulação e o restante seria *minerado* e posto em circulação até 2140. Estima-se que até 30% do total de *bitcoins* emitidos serão perdidos em decorrência de perdas de processadores ou de senhas de acesso às carteiras de *bitcoins*. Como o preço do *bitcoin* varia conforme as expectativas dos agentes de mercado de *bitcoin* sobre o seu valor – e até o momento deste estudo a cotação do *bitcoin* estava em aproximadamente 230 mil reais –, é possível realizar transações de valor baixo utilizando frações de *bitcoins* (da mesma forma como se realizam compras de produtos com os centavos das moedas tradicionais). Contudo, os *bitcoins* podem ser fracionados em até cem milhões de unidades menores e a menor fração de *bitcoin* disponível para negociação é o *satoshi*, que equivale a 0,00000001 *bitcoin* (BTC).

Em escala profissional, os *bitcoins* são *minerados* em grandes instalações (*criptocurrency farms*, *mining centers*) voltadas exclusivamente para essa atividade econômica organizada e com profissionais especializados em informática trabalhando na manutenção e operacionalização da instalação. O processo de *mineração* pode ser explicado como uma corrida para resolver um cálculo na internet e quem acerta o cálculo recebe *bitcoins* como prêmio. A capacidade de *mineração* muda de acordo com a capacidade de processamento instalada e com a dificuldade para resolver o algoritmo para gerar novos *bitcoins*.

O *bitcoin* com *b* minúsculo distingue-se do *Bitcoin* com *B* maiúsculo. O primeiro se refere aos *tokens* eletrônicos *minerados* na rede do *Bitcoin* e que podem vir a ser utilizados como unidades de dinheiro (*cash*) ou como moeda (*currency*). Em contrapartida, o segundo designa o protocolo da rede eletrônica descentralizada (*peer-to-peer*) baseada na tecnologia de escrituração eletrônica distribuída (*distributed ledger technology*), desenvolvido por Nakamoto, onde acontecem tanto a *mineração* dos *bitcoins*, quanto a realização de pagamentos criptografados eletronicamente. Essa distinção é relevante porque os termos denominam objetos bastante diferentes entre si e geram confusão prática. Outras criptomoedas superam essa fonte adicional de confusão terminológica adotando nomes diferentes para designar o sistema de negociação e *mineração* e para o *token* eletrônico *minerado*. Por exemplo, na rede *Ethereum* pode-se *minerar* a criptomoeda *Ether*.

É possível afirmar com alguma segurança que o *bitcoin* é, a um só tempo, inovação financeira e tecnológica capaz de exercer ou reunir no mesmo ambiente virtual algumas funções jurídicas e econômicas que, até o desenvolvimento dessa tecnologia de pagamentos criptografados, somente poderia ser exercida por instrumentos, convenções e instituições sociais, econômicas e jurídicas diferentes. Assim, o *bitcoin* tem características que ora o aproximam, ora o afastam de uma série de outros institutos, instrumentos ou instituições tradicionais. Por exemplo, o *bitcoin*

pode funcionar como reserva de valor (como o ouro-ativo financeiro), meio de extinção de obrigações (como a moeda de curso forçado) ou opção de investimento (como os instrumentos financeiros e valores mobiliários emitidos e negociados no sistema financeiro tradicional).

3 O *bitcoin* é um valor mobiliário?

Depois dessas linhas gerais sobre o que é e como funciona o *bitcoin*, proceder-se-á a uma breve introdução sobre (i) a utilidade de se considerar determinado produto financeiro como valor mobiliário; e (ii) a origem e evolução do conceito *valor mobiliário* no Direito brasileiro, para se verificar a eventual natureza jurídica de valor mobiliário dos *bitcoins* e a potencial atribuição de competência do órgão regulador do mercado de capitais brasileiro para regulá-los.

De início, destaque-se que a definição de *valor mobiliário* tem função meramente instrumental: dizer que determinado ativo financeiro ou produto financeiro é um *valor mobiliário* significa tão somente dizer que os emissores, os intermediários, os investidores e os mercados (organizados ou não) em que esses ativos financeiros ou produtos financeiros são negociados de forma primária ou secundária estão sob a competência do órgão regulador do mercado de capitais – no Brasil a CVM, nos termos da Lei nº 6.385/1976. Mattos Filho (2015, p. 26-27) informa que a função do conceito *valor mobiliário* é delimitar o perímetro regulatório dos órgãos reguladores do mercado de capitais.

Historicamente, e em resumo, a proteção do Estado visa dar condições de avaliação do investimento aos poupadores que possam ser alvo de ofertas de compra ou de venda de valores mobiliários feitas de forma pública. Vê-se, portanto, que a preocupação se volta à necessidade de regrar o acesso à chamada economia popular, na medida em que o grande objetivo é proteger os potenciais compradores ou vendedores alvos da oferta de investimento representado pela oferta pública de compra ou de venda de valores mobiliários (MATTOS FILHO, 2015, p. 27).

O conceito *valor mobiliário* apresenta um desenvolvimento peculiar no Direito brasileiro: desde a sua inclusão no texto original do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7/12/1976 (BRASIL, [2022b]), o seu conteúdo e, especialmente, a forma de definir esse conteúdo mudaram substancialmente ao longo do tempo.

No texto inicial do art. 2º, considerava-se *valor mobiliário* o documento ou título representativo de direito de crédito existente ou eventual definido por lei como *valor mobiliário*. A lei que criou a CVM no quadro institucional da Administração Pública – e introduziu a disciplina jurídica dos valores mobiliários e de seu mercado de negociação – tinha uma lista taxativa de títulos e documentos de crédito abrangidos na competência regulatória da CVM.

Contudo, após a década de 1970, os mercados financeiros e de capitais foram alvo de inúmeras inovações tecnológicas e financeiras que expuseram os limites da adoção de um rol taxativo para a atribuição da natureza jurídica de *valor mobiliário* para determinado instrumento financeiro e para a atração da competência regulatória da CVM. Assim, o rol previsto no art. 2º da Lei nº 6.385/1976 foi "aditado" por instrumentos legais e infralegais específicos (especialmente Resoluções expedidas pelo CMN) para incluir outros instrumentos e produtos financeiros como *valor mobiliário*. Veja-se, por exemplo, a inclusão: i) dos índices representativos de carteiras de ações e das opções de compra e venda de valores mobiliários (art. 3º do Decreto-lei nº 2.286/1986 (BRASIL, 1986)); ii) das notas promissórias objeto de oferta pública (art. 1º da Resolução CMN nº 1.723/1990 (CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL,

[2021])); iii) certificados de investimentos audiovisuais (art. 1º da Lei nº 8.685/1993 (BRASIL, [2020a])) e certificados de recebíveis imobiliários (art. 6º da Lei nº 9.514/1997 (BRASIL, [2022d])); e iv) certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica.

Assim, a forma de definição de *valor mobiliário* no Brasil – que, segundo Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 28) era inspirada no modelo francês de definição taxativa e restrita dos valores mobiliários – mostrou-se ineficiente: i) sob o ponto de vista de racionalidade legal e regulatória, pois a cada novo instrumento financeiro era necessária a elaboração de um ato normativo que definisse a sua caracterização como *valor mobiliário*; e (ii) sob o ponto de vista de política pública, pois havia a insegurança sobre o tratamento jurídico do instrumento financeiro durante o período compreendido entre o surgimento do novo instrumento financeiro e a entrada em vigor de um ato normativo que lhe atribuísse a natureza jurídica de *valor mobiliário*. Tal insegurança relacionava-se, por exemplo, à definição do regime jurídico aplicável (i) às informações a serem prestadas sobre a emissão e negociação primária e secundária desse novo instrumento financeiro; (ii) à prestação de contas dos agentes participantes do mercado do novo instrumento financeiro em questão; e (iii) à proteção dos interesses legítimos dos investidores do mercado de valores mobiliários. Todavia, o público investidor do mercado de valores mobiliários não se confunde necessariamente com o público investidor em geral para fins de aplicação da legislação sobre a captação de poupança popular por meio da oferta de bens, serviços, promoções, brindes ou participações em empreendimentos hoteleiros ou condomínios. Essa distinção é importante porque marca a diferença entre as áreas de competência regulatória da Secretaria de Acompanhamento Fiscal, Energia e Loteria (Sefel) do Ministério da Fazenda (MF) como regulador de último recurso (*regulator of last resort*) das formas de captação de poupança de popular (art. 7º da Lei nº 5.768/1971 (BRASIL, [2022a])) e da CVM como reguladora do mercado de valores mobiliários (arts. 1º e 2º da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, [2022b])).

Em 2001, no intuito de superar os limites do modelo francês do rol taxativo e restrito para a definição de valor mobiliário – e em resposta aos escândalos envolvendo a venda de oportunidades de investimento em bois e avestruzes –, o art. 2º da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, [2022b]) foi alterado com a inclusão do inciso IX com uma definição abrangente de contrato de investimento coletivo. Após a alteração, que resultou no texto atual do art. 2º, o Direito brasileiro passou a admitir a atribuição de natureza jurídica de contrato de investimento coletivo (um valor mobiliário, portanto) para qualquer título ou contrato que i) for ofertado publicamente; ii) represente um investimento coletivo; iii) gere direito de participação, de parceria ou de remuneração (inclusive resultante de prestação de serviços); e iv) tenha potenciais rendimentos advindos do esforço de um empreendedor ou de terceiros. Assim, o Direito brasileiro aproximou-se do modelo jurídico norte-americano para a definição do conteúdo do conceito *valor mobiliário* (*security*) e para a decorrente atribuição da competência regulatória do órgão regulador do mercado de capitais – a CVM no Brasil e a *Securities and Exchange Commission* (SEC) nos EUA.

Dado que são subjetivos os elementos do conceito jurídico de valor mobiliário incluídos no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, a tentativa de adoção de um conceito abrangente de *valor mobiliário*, inspirado na definição de *security* do Direito norte-americano (estabelecido no *Securities Act* de 1933 e aprimorado por testes desenvolvidos pela jurisprudência,

especialmente o *Howey Test* e o *Reves Test*), acabou por resultar na importação de parte dos problemas de interpretação enfrentados pelo Poder Judiciário e pelo órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, a SEC. A análise detalhada desses problemas de interpretação e integração normativa foge ao escopo deste trabalho[1]; porém, um problema em especial será tratado a seguir, pois é significativo para o processo de tomada de decisão regulatória, de política pública e jurídica sobre atribuir (ou não) a natureza jurídica de valor mobiliário aos *bitcoins*.

O problema de interpretação relevante para a discussão sobre a natureza jurídica de valor mobiliário do *bitcoin* é a definição do órgão integrante da Administração Pública federal competente para o exercício da capacidade normativa de conjuntura relacionado às captações de recursos potencialmente danosas à poupança popular. Isso porque aquela alteração no texto da Lei nº 6.385/1976 e as decisões da CVM que se lhe seguiram parecem ter incorporado na regulação financeira a concepção de que a CVM (órgão regulador do mercado de capitais) deve regular a oferta, os intermediários e os produtos financeiros sempre que tais ativos forem objeto de oferta pública e, sobretudo, não estiverem sujeitos à competência regulatória específica de outro órgão da Administração Pública federal.

Por conseguinte, é possível considerar que a inclusão do inciso IX no art. 2º da Lei nº 6.385/1976 de fato teria tornado a CVM uma espécie de órgão administrativo regulador de último recurso da captação de poupança popular. Tamanha reorientação no escopo de atuação e limites da competência de um órgão da Administração sem a devida previsão legal, por um lado, extrapola os limites estritos da competência da CVM definidos no art. 8º da Lei nº 6.385/1976; por outro, implica possível superposição ou usurpação de competência regulatória entre a CVM (Administração Pública indireta) e a Sefel/MF (Administração Pública direta). De fato, ao que tudo indica, a Sefel (resultante do desdobramento ocorrido em 2017 da antiga Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae)) é a repartição do MF competente para realizar os procedimentos administrativos necessários para a proteção da poupança popular, nos termos do art. 7º [2] da Lei nº 5.768, de 20/12/1971 (BRASIL, [2022a]),

---

[1] Para maiores informações sobre os critérios para definir *valor mobiliário* e sobre os problemas decorrentes da adoção da cláusula geral para a sua definição no Brasil, ver: Alves e Lima Junior (2017).

[2] Em 5/2/2009 entrou em vigor a Lei nº 11.795/2008, que revogou o inciso V do art. 7º da Lei nº 5.768/1971, o qual atribuía à Seae competência regulatória sobre qualquer forma de captação de poupança pública mediante promessa de contraprestação em bens: "V – qualquer outra modalidade de captação antecipada de poupança popular, mediante promessa de contraprestação em bens, direitos ou serviços de qualquer natureza" (BRASIL, [2022a]). Com fundamento nesse dispositivo, que vigorou durante quase quarenta anos, era desnecessário atribuir natureza jurídica de valor mobiliário a certo produto financeiro (bem imaterial) cuja oferta pudesse atingir a poupança popular para que a oferta pública, o emissor e os ofertantes estivessem sujeitos à regulação imposta por algum órgão público

da Portaria nº 386, expedida pelo Ministério da Fazenda em 14/7/2009 (BRASIL, 2009), do inciso I do art. 43 do Decreto nº 9.003, de 13/3/2017 (BRASIL, [2019]). Nesse sentido, os incisos I do art. 30 e I do art. 39 do Regimento Interno da Sefel/MF, aprovado pela Portaria nº 283, expedida pelo MF em 14/7/2018, determinam:

> Art. 30. À Subsecretaria de Governança Fiscal e Regulação de Loteria (SUFIL) compete:
>
> I – atuar na regulação, na autorização, na normatização e na fiscalização dos segmentos de distribuição gratuita de prêmios a título de propaganda, *captação antecipada de poupança popular* e loterias, inclusive *sweepstakes* e outras modalidades de loterias realizadas por entidades promotoras de corridas de cavalos;[…]
>
> Art. 39. À Coordenação-Geral de Governança de Prêmios e Sorteios (COGPS) compete:
>
> I – desincumbir-se das atividades de competência da Secretaria inerentes à autorização, fiscalização, normatização e regulação da distribuição gratuita de prêmios, a título de propaganda, mediante sorteio, vale-brinde, concurso, ou operação assemelhada, e de *captação antecipada de poupança popular, nos termos da Lei nº 5.768, de 20 de dezembro de 1971* (BRASIL, 2018, grifos nossos).

Por conseguinte, ao atribuir maior peso relativo ao processo de distribuição pública e ao potencial alcance da poupança popular do que aos demais elementos necessários para a definição de um instrumento ou produto financeiro como valor mobiliários, a CVM (assim como a SEC), passa a atuar como órgão regulador de último recurso administrativo na proteção da poupança popular com base num dos elementos subjetivos do conceito *valor mobiliário* adotado na legislação, doutrina e jurisprudência norte-americanas desde 1933 e recentemente importado pelo Brasil. Foi estabelecido no caso *Reves v. Ernst Young*, julgado pela Suprema Corte dos EUA em 1990 (494 U.S. 56), o critério para a definição da natureza jurídica de *valor mobiliário* e da consequente atração de competência regulatória da SEC para atuar como órgão regulador de último recurso

---

e a um regime regulatório específicos com o intuito de proteger a poupança popular. Uma análise detalhada dos impactos da revogação desse inciso para a legalidade da atuação da Administração Pública extrapola o escopo do trabalho; contudo, ressalte-se que após a revogação passou a ser possível questionar a legalidade: (i) das tentativas de regulação pela CVM de ofertas vendas de produtos financeiros que estejam fora dos limites do conceito de valor mobiliário, pois a decisão discricionária da autarquia sobre o que é ou deixa de ser valor mobiliário poderia implicar alteração ilegal dos limites da competência da autarquia; e (ii) da atuação da Sefel na regulação de processos de captação de poupança popular mediante promessa de contraprestação em bens, direitos ou serviços de qualquer natureza, dado que a previsão dessa competência regulatória exclusivamente na Portaria MF nº 386/2009 poderia resultar, por hipótese, na criação de restrições na liberdade e no patrimônio de particulares sem o devido fundamento legal.

administrativo (*last resort*) na proteção da poupança popular. Nesse caso, a Suprema Corte buscou elucidar se as notas comerciais emitidas pela Cooperativa de Fazendeiros de Arkansas e Oklahoma (Co-Op) eram valores mobiliários e decidiu:

> (b) Aplicando a abordagem da semelhança de família, as notas comerciais em questão são "valores mobiliários". Elas não se parecem com nenhuma das categorias enumeradas de ativos que não são valores mobiliários. Tampouco o exame dos quatro fatores relevantes sugere que elas não devam ser tratadas como valores mobiliários: (1) a Co-Op [Emissora] os vendeu para levantar capital, e os investidores as compraram para obter lucro na forma de juros, de modo que eles são mais naturalmente concebidos como investimentos em uma oportunidade de negócios; (2) houve "oferta pública" das notas comerciais, que foram oferecidas e vendidas para um amplo segmento do público; (3) o público razoavelmente percebeu pelos anúncios das notas comerciais que elas eram produtos de investimento, e não houve nenhum fator em sentido contrário que pudesse levar uma pessoa razoável a questionar essa caracterização; e (4) *não havia nenhum fator de redução de risco que tornasse desnecessária a aplicação da legislação do mercado de capitais [Securities Act e Securities Exchange Act], uma vez que as notas comerciais foram emitidas sem lastro ou seguro e escapariam inteiramente à regulação federal se a legislação do mercado de capitais fosse considerada inaplicável* (UNITED STATES, 1990, grifo nosso, tradução nossa).

Ou seja, nos termos da decisão, a SEC utiliza-se do conceito aberto de *security* e da interpretação jurisprudencial que definiu os elementos desse conceito, para funcionar como uma espécie de órgão regulador de último recurso (*last resort*) na esfera administrativa para a proteção da poupança popular. Em sentido contrário, o órgão integrante da Administração Pública federal que a rigor exerce a função de defensor de último recurso da captação de poupança popular é o Ministério da Fazenda, por meio da Sefel.

Constata-se, pois, que desde a promulgação da Lei nº 6.385/1976 existe um duplo sistema regulatório: um específico para os valores mobiliários, seu mercado e suas ofertas (Lei nº 6.385, de 1976 (CVM)) e outro para qualquer forma de captação da poupança popular (Lei nº 5.768, de 1971 (Sefel)). Se a poupança popular vier a ser afetada pela oferta de um instrumento ou produto financeiro incluído no rol de valores mobiliários do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, será regulado pela CVM; caso contrário, sê-lo-á pela Sefel. Logo, a CVM detém competência regulatória específica sobre os valores mobiliários e a Sefel, competência residual sobre qualquer forma de captação de poupança popular.

Como base nessa síntese sobre a razão de se atribuir a natureza jurídica de valor mobiliário a determinado produto financeiro e sobre qual o órgão

responsável pela proteção da poupança popular no Brasil, é possível tentar responder à primeira parte da pergunta-título do trabalho: o *bitcoin* é um valor mobiliário? A resposta é negativa, pelos motivos detalhados a seguir.

Depois da adoção no Direito brasileiro de um conceito aberto para definir *valor mobiliário*, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 passou a ser possível considerar *valor mobiliário* qualquer título ou contrato de investimento coletivo que: i) seja objeto de oferta pública; ii) gere direito de participação, parceria ou remuneração (inclusive resultante da prestação de serviços); e iii) dê direito ao recebimento de rendimentos advindos do esforço do empreendedor ou de terceiros:

> Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
>
> […]
>
> IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (BRASIL, [2022b]).

Na experiência da CVM com a aplicação desse inciso, especialmente a partir do item 2.11 do voto proferido pelo diretor Marcos Pinto no julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11.593, em 22/1/2008 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2008), o conceito aberto de *valor mobiliário* parece ter sido subdividido numa espécie de *checklist* burocrático no qual o produto, título ou ativo financeiro passa a ser considerado um valor mobiliário para fins de atração da competência regulatória da CVM se todas as perguntas forem respondidas com *sim*. O *checklist* é composto por estas perguntas: i) há um investimento?; ii) o investimento é formalizado por um título ou por um contrato?; iii) o investimento é coletivo?; iv) o investimento dá direito a alguma forma de remuneração?; v) a remuneração tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor?; e vi) os títulos ou contratos são objeto de oferta pública? Em que pese a dificuldade exegética para delimitar um conceito jurídico indeterminado composto por elementos também indeterminados[3], para se tentar identificar se o *bitcoin* é ou não

---

[3] Qualquer tentativa de definir *valor mobiliário* com base no inciso IX teria que ser capaz de responder, por exemplo, a algumas questões. Quando uma transferência de recursos configura um investimento? Quais são os títulos que podem originar valores mobiliários? Os títulos precisam ser cartulares ou podem ser escriturais? Qualquer contrato que atenda aos requisitos do art. 104 do Código Civil (CC) (BRASIL, [2022e]) pode vir a ser um valor mobiliário? Quantas pessoas são necessárias para que um investimento seja coletivo? Remuneração é igual a lucro (receita operacional menos despesa operacional) ou igual a dividendo? O que diferencia uma oferta pública de uma oferta privada?

um valor mobiliário, pelo que se depreende da experiência brasileira recente no mercado de valores mobiliários bastaria submetê-lo àquelas seis perguntas. Dessa maneira, seria possível obter o resultado exposto a seguir.

Há um investimento? Sim, tanto em sentido comum ou econômico do termo quanto sob o sentido jurídico. O conceito de *investimento* está ligado à realização de uma transferência de parcela do patrimônio do investidor para o patrimônio de outrem motivada pela intenção do investidor em auferir futuro aumento no seu patrimônio, seja em decorrência da valorização do bem recebido em troca da parcela do patrimônio aplicada (ganho de capital), seja dos frutos gerados pela aplicação (rendas, rendimentos, lucros ou dividendos, por exemplo). Desse modo, poder-se-ia afirmar que o conceito jurídico de *investimento* contém três elementos: um objetivo (a transferência de parcela do patrimônio), um subjetivo (a intenção de aumentar o próprio patrimônio) e um temporal (o potencial aumento patrimonial futuro). Martins (2003, p. 17) define *investimento* como "[g]asto ativado em função de sua vida útil ou de benefícios atribuíveis a futuro(s) período(s)" e define *gasto* como a "[c]ompra de produto ou serviço qualquer, que gera sacrífico financeiro para a entidade [contábil] (desembolso), sacrifício esse representado por entrega ou promessa de entrega de ativos (normalmente dinheiro)". Por outro lado, Sandroni (2001, p. 248) define *investimento* como

> [a]plicação de recursos (dinheiro ou títulos) em empreendimentos que renderão juros ou lucros, em geral a longo prazo. Num sentido amplo, o termo aplica-se tanto à compra de máquinas, equipamentos e imóveis para a instalação de unidades produtivas, quanto à compra de títulos financeiros (letras de câmbio, ações, etc.). Nesses termos, investimento é toda a aplicação de dinheiro com expectativa de lucro. Em sentido estrito, em economia, investimento significa a aplicação de capital em meios que levam ao crescimento da capacidade produtiva (instalações, máquinas, meios de transporte), ou seja, em bens de capital.

Inexiste definição legal de *investimento*, mas é possível encontrar na legislação algumas referências ao seu conceito. Por exemplo, o § 4º do art. 12 da Lei nº 4.320/1964 determina os critérios para a classificação de gastos públicos como investimentos:

> § 4º Classificam-se como investimentos as dotações para o planejamento e a execução de obras, inclusive as destinadas à aquisição de imóveis considerados necessários à realização destas últimas, bem como para os programas especiais de trabalho, aquisição de instalações, equipamentos e material permanente e constituição ou aumento do capital de empresas que não sejam de caráter comercial ou financeiro (BRASIL, [1982]).

Outro exemplo: a alínea "b" do § 5º do art. 176, o inciso II do § 1º do art. 178, o inciso III do art. 179, os incisos III e IV do *caput* e a alínea "c" do § 1º do art. 183 da Lei nº 6.404/1976 (BRASIL, [2022c]) definem o tratamento contábil aplicado aos investimentos feitos por sociedades anônimas no capital de outras sociedades e em outros ativos. No âmbito da regulação, é possível identificar os desdobramentos do conceito de *investimento*, por exemplo, nos Pronunciamentos Técnicos nºs 18 (*Investimento em Coligada, em Controlada e em Empreendimento Controlado em Conjunto*) e 39 (*Instrumentos Financeiros: Apresentação*) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), incluídos, por referência, na regulação do mercado de capitais por meio das Deliberações CVM nºs 696/2012 e 604/2009, respectivamente (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, [2022a], [2022b]).

Destaque-se que na discussão norte-americana o conceito de *security*, utilizado como base para a definição aberta de *contrato de investimento coletivo* adotada no Brasil, é a eventual possibilidade de um investimento ser realizado por meio de uma permuta; é obrigatória a utilização de dinheiro (moeda de curso forçado) pelo investidor para que determinada mutação patrimonial seja caracterizada como investimento. Numa leitura estrita, uma operação financeira somente se caracterizaria como investimento se o investidor se utilizasse de moeda corrente nacional para adquirir o ativo objeto do investimento, pois o *Howey Test* determina a realização de um investimento em dinheiro (*investment of money*).

Por outro lado, numa leitura mais abrangente, verifica-se a discussão nos EUA sobre a possibilidade de se aceitar a realização de um investimento mesmo quando não há desembolso de dinheiro pelo investidor dos valores mobiliários (*securities*) em questão, conforme se decidiu no caso *International Brotherhood of Teamster v. Daniel* em 1979 (439 U.S. 551) (UNITED STATES, 1979)[4]. Nesse caso, a Corte Federal Americana de Apelações para o 7º Circuito considerou que foi realizado um investimento num plano de previdência privada (*security*), ainda que o adquirente não tivesse desembolsado recursos. Contudo, o posicionamento dessa Corte foi suplantado pela Suprema Corte com base no argumento de que realidade econômica da operação (adesão obrigatória num plano de previdência suplementar privada) era diferente da relação de investimento num valor mobiliário.

Em razão disso, é possível responder positivamente à primeira pergunta necessária para atribuir ao *bitcoin* a natureza jurídica de valor mobiliário, pois, ao adquirir esse produto financeiro, o adquirente (investidor) pode estar interessado na utilização da parcela do seu patrimônio representada em moeda corrente nacional para obter pelo menos um de dois objetivos: i) auferir futuro resultado financeiro positivo com a venda dos *bitcoins* adquiridos para um terceiro (uma decisão de investimento, portanto); ou ii) utilizar os *bitcoins* como meios de viabilizar futuras trocas econômicas.

Apesar de a compra de *bitcoins* com a segunda finalidade atender a uma função econômica diferente da necessária para configurar um investimento, nos termos mencionados seria pouco prático ou razoável analisar a motivação ou causa subjetiva do adquirente dos *bitcoins* na contratação. Contudo, salientem-se duas questões, uma de ordem jurídica e outra de ordem econômica. Primeira: a motivação do comprador dos *bitcoins* somente precisaria ser analisada juridicamente em caso de i) nulidade do negócio jurídico (inciso III do art. 166 do

---

[4] Para maiores informações sobre o caso, ver: Roddy (1980).

CC) ou ii) dano em decorrência da contratação (art. 186 do CC (BRASIL, [2022e])). Segunda: atualmente, apenas 15.174 estabelecimentos físicos no mundo (SHEPHERD, 2020) aceitam *bitcoins* como meio de pagamento, o que parece indicar que esse produto financeiro ainda não tem a liquidez necessária e suficiente para justificar a sua aquisição exclusivamente como meio de troca.

O investimento foi analisado considerando-se a opção mais comum de aquisição de *bitcoins* pelo público investidor: a aquisição numa corretora especializada na intermediação de criptoativos. Contudo, também é possível realizar um investimento em *bitcoins* por meio da aquisição e instalação dos equipamentos de informática necessários para a *mineração* de *bitcoins* diretamente na rede do *Bitcoin* (os *minnig rigs*). Nessa modalidade, o *investimento* em *bitcoins* afasta-se da economia financeira e aproxima-se da economia real, pois implica a mobilização de fatores de produção (capital, trabalho, *know how*, tempo, dinheiro etc.) escassos e organização da atividade econômica para a geração de riqueza.

O investimento é formalizado por um título ou por um contrato? A resposta à pergunta, aparentemente formal e simples, apresenta alguma complexidade na medida em que é preciso estabelecer: i) a diferença entre um acordo de vontades (contrato) e o seu meio de suporte físico ou eletrônico (instrumento); ii) a diferença entre um contrato e um título; e iii) as diferenças juridicamente relevantes na formalização de um título ou contrato em suporte físico (papel) ou eletrônico.

Destaque-se inicialmente que um contrato é juridicamente válido no Brasil se atende aos requisitos do art. 104 do CC (BRASIL, [2022e]). Para isso, os contratos precisam: i) ter “objeto lícito, possível, determinado ou determinável”; ii) ser firmados por agentes capazes; e iii) seguir a forma prescrita ou não vedada em lei. Por outro lado, título *de crédito* é um documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele contido e que somente produz efeitos como título de crédito quando preenchidos os requisitos previstos em lei (art. 887 do CC). Porém, apesar de os títulos *de crédito* comporem a principal espécie do gênero *título*, o inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 não pode ser lido restritivamente de modo a excluir do âmbito de aplicação da regra quaisquer outros documentos que consubstanciem direitos de crédito potencial ou efetivo de seu titular contra o devedor do título. Logo, como não cabe ao intérprete restringir o que o legislador não restringiu, à palavra *título* expressa no inciso deve ser atribuído o significado mais amplo possível a fim de abranger qualquer documento suficiente para configurar ou representar os direitos (de remuneração, parceria ou participação) conferidos ao beneficiário do título.

Em relação à primeira distinção: o investimento em *bitcoins* realizado sem a intermediação de uma *exchange* não se perfaz com a assinatura de um instrumento que materializa um contrato ou na criação de um título. Não é contrato porque não há um acordo de vontades entre o investidor, de um lado, e, de outro, Satoshi Nakamoto ou qualquer outra pessoa que participe da rede do *Bitcoin* para viabilizar o investimento decorrente da *mineração* dos *bitcoins*[5]. Não é um *título* ou *título de crédito* porque não existe suporte físico ou eletrônico

[5] O investimento em *bitcoin* pode não ser materializado num contrato, mas podem existir contratos de prestação de serviços de armazenagem, acesso, disponibilização e operacionalização técnica de plataformas eletrônicas para a realização de operações de compra e venda de *bitcoins* necessários para viabilizar o investimento da maior parte dos investidores de *bitcoins*, que não detêm conhecimentos técnicos de informática para acessar diretamente a rede do *Bitcoin*. Vejam-se, por exemplo, os termos de uso de uma plataforma eletrônica brasileira de venda de criptomoedas (TERMOS…, 2021).

único que represente os direitos dos titulares do *bitcoin*. Todas as informações necessárias para assegurar a propriedade ou as características dos *bitcoins* adquiridos pelo investidor, bem como o seu histórico de negociações decorre não de um regime jurídico próprio, de normas sociais ou dos costumes comerciais[6] (como acontece com os títulos de crédito), mas sim de um determinado protocolo da rede de informática onde os *bitcoins* são *minerados* e transferidos entre os participantes da rede do *Bitcoin*.

Um acordo de vontades depende de um mínimo de confiança entre as partes, ao passo que a criação de uma rede com tecnologia descentralizada de blocos de informações (*blockchain*) utilizada pela rede do *Bitcoin* busca exatamente eliminar a necessidade de confiança das partes entre si ou entre as partes e um terceiro agente fiduciário (uma instituição financeira intermediária, um depositário central ou uma *clearing house*) para o cumprimento das obrigações de pagamento ou de entrega necessárias para a conclusão das operações contratadas. Assim, a rede do *Bitcoin* funcionaria como uma forma de regulação pela arquitetura (*regulation by architecture*), na qual a própria infraestrutura descentralizada de informática em que os dados são mantidos é responsável por impedir comportamentos indesejáveis dos participantes da rede. Com infraestrutura descentralizada, a rede do *Bitcoin* é tão mais segura quanto maior for o seu número de participantes. Em tese, essa maior segurança não resultaria na criação de centros de poder econômico e "regulatório" privado, tal como ocorre nos casos tradicionais de regulação pela arquitetura, em que apenas um grupo privado detém o controle as informações inseridas, retiradas ou transacionadas na plataforma eletrônica (*Google*, *Amazon*, *Youtube*, *Facebook* etc.).

Uma vez considerado que o investimento em *bitcoins* realizado sem a intermediação de uma *exchange* não se trata de um contrato, é preciso verificar se se trata de um título. A resposta a essa questão também é negativa, visto que a propriedade de *bitcoins* não implica a formalização de um título escritural ou cartular. É possível afirmar isso porque: i) a regularidade de um título eletrônico depende da possiblidade de cumprimento de todos os requisitos exigidos para o título em papel; e ii) um mercado organizado e de larga escala de títulos eletrônicos no Brasil ainda pressupõe a atuação de instituições intermediárias com deveres fiduciários e reguladas pelo Banco Central e pela CVM.

Em relação à primeira objeção, é preciso destacar que o principal requisito a ser cumprido na formalização cartular ou escritural (eletrônica ou em papel) de um título é assinatura do próprio emissor ou do escriturador. Assim, para que possa ser emitido de forma eletrônica e juridicamente válida no Brasil, é necessário que o título tenha sido assinado com base em assinatura eletrônica nos termos da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira (ICP-Brasil), estabelecida pela Medida Provisória (MP) nº 2.200-2, de 24/8/2001 – o que não acontece cada vez que um investimento em *bitcoins* é realizado ou cada vez que um *bitcoin* é *minerado*. Desse modo, conquanto o § 2º do art. 10 da MP nº 2.200-2 (BRASIL, [2020b]) reconheça a possibilidade de utilização de outros meios eletrônicos para a comprovação de autoria e integridade de documentos eletrônicos, a necessidade de aceitação do modo de assinatura eletrônica (adotado pelas partes ou por qualquer terceiro a quem o documento eletrônico possa vir a ser oposto)

[6] Todavia, o fato de o *bitcoin* ser uma inovação muito recente parece tornar prematura qualquer avaliação sobre a capacidade de um eventual consenso – entre os participantes da rede do *Bitcoin* no momento da execução das alterações introduzidas no protocolo da rede necessárias à realização de operações com *bitcoins* – ser suficiente para configurar algum tipo de costume ou norma social juridicamente relevante.

inviabiliza a sua ampla circulação e retira-o imediatamente do regime dos títulos de crédito. A assinatura válida do devedor é o principal requisito para que um título passe a ter existência jurídica (teoria da criação) e porque, independentemente do meio de suporte do título (eletrônico ou físico), ele somente poderá ser juridicamente considerado como tal se atender aos requisitos mínimos para a sua emissão.

No caso do investimento em *bitcoins*, realizado com ou sem a intermediação de uma *exchange*, há na verdade um conjunto de informações armazenadas de forma descentralizada por toda uma rede. Essas informações, uma vez acessíveis por meio de senhas e chaves de criptografia específicos, passam a compor uma unidade (o *bitcoin* ou a carteira de *bitcoins*), frugal e momentânea, à qual tem sido atribuído um subjetivo valor econômico. Uma vez que recebam – e somente enquanto continuem recebendo – algum valor econômico, os *bitcoins* passam a ter relevância jurídica e a ser reconhecidos pelo Direito como bens patrimoniais imateriais, nos termos dos arts. 82 e 83 do CC (BRASIL, [2022e]). O reconhecimento do *bitcoin* como bem imaterial, contudo, não depende necessariamente de seu reconhecimento como título, tampouco é suficiente para transformar esse conjunto de informações disperso na rede em título dotado de unidade e coerência interna. Em virtude disso, a propriedade eletrônica (titularidade) de um *bitcoin* mais se assemelha à propriedade de um bem imaterial (*commodity*) do que a um título (ativo financeiro) ou título de crédito.

A situação é diversa se se considera o investimento em *bitcoins* realizado por intermédio das *exchanges*, pois nesses casos há um contrato entre o investidor e a sociedade empresária que lhe vendeu os *bitcoins*. Configura-se uma relação consumerista entre as corretoras de títulos e valores mobiliários tradicionais e os seus clientes. Esse contrato tem como objeto a prestação de serviços de acesso à rede do *Bitcoin*, a guarda de informações (armazenamento on-line ou off-line de criptomoedas) e a consolidação de posições financeiras e em *bitcoins* do cliente, a prestação de serviços de segurança de acesso à rede de informática e, naturalmente, da venda de *bitcoins* (caso a própria *exchange* realize operações financeiras tendo os seus clientes como contrapartes[7]) ou de intermediação

---

[7] Quanto à realização de operações entre a própria *exchange* e os clientes, trata-se de uma significativa disparidade no tratamento jurídico aplicável à atuação de intermediários em relação ao regime jurídico aplicável aos demais intermediários financeiros (tais como as DTVMs, CTVMs e AAIs) e os administradores de carteiras de valores mobiliários, pois estes têm obrigações específicas de prestação de informações, mitigação de conflitos de interesse, cadastro de clientes, análise do perfil do investidor, prevenção da lavagem de dinheiro e combate ao financiamento do terrorismo que precisam ser observadas tanto na intermediação de operações quanto nas operações entre a sua mesa própria de tesouraria e os seus clientes. Veja-se, por exemplo, o disposto no art. 17 da Instrução CVM nº 558, de 26/3/2015 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, [2021], p. 19): "Art. 17. É vedado

da compra e venda de *bitcoins* (caso a *exchange* figure apenas como intermediária nas transações de compra e venda de *bitcoins* entre os seus próprios clientes ou entre os seus clientes e terceiros participantes da rede do *Bitcoin*). Como a contratação da *exchange* pelo investidor acontece de forma quase exclusivamente eletrônica, caracteriza-se um contrato eletrônico nos moldes dos contratos cuja validade já tem sido reconhecida pelo Poder Judiciário. Por todos, veja-se esta decisão do Supremo Tribunal Federal sobre a validade de contratos eletrônicos:

> AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO DE INSTRUMENTO. PROCESSUAL CIVIL. 1. DEFICIÊNCIA NO TRASLADO: CARIMBO DO PROTOCOLO ILEGÍVEL. IMPOSSIBILIDADE DE AFERIÇÃO DA TEMPESTIVIDADE DO RECURSO EXTRAORDINÁRIO. DEVER DE VJGILÂNCIA DO AGRAVANTE. 2. *VALIDADE DO CONTRATO ELETRÔNICO CELEBRADO POR E-MAIL*. IMPOSSIBILIDADE DE ANÁLISE DA LEGISLAÇÃO INFRACONSTITUCIONAL. OFENSA CONSTITUCIONAL INDIRETA. PRECEDENTES. AGRAVO REGIMENTAL AO QUAL SE NEGA PROVIMENTO (BRASIL, 2011, p. 19, grifo nosso).

Os contratos firmados eletronicamente são válidos com base na regra do art. 104 do CC (BRASIL, [2022e]); os contratos para os quais a lei não defina forma específica serão válidos na forma acordada entre as partes. Existem, então, três caminhos possíveis para um investidor receber *bitcoins*. No primeiro não há contrato: recebe-os por meio da *mineração* direta na rede do *Bitcoin*. No segundo e no terceiro há contrato de intermediação e pode haver contratos de compra e venda de *bitcoins* ou de permuta de outros bens por *bitcoins* – naquele o investidor adquire os *bitcoins* por meio de uma *exchange* e neste recebe os *bitcoins* como contrapartida à entrega de outro bem.

Apesar de o *bitcoin* ter sido criado com o fim de exercer a função econômica de moeda para a realização de pagamentos (NAKAMOTO, [2009]), a troca de qualquer bem por *bitcoins* tem no Brasil a natureza jurídica de permuta (art. 533 do CC) e não de compra e venda (art. 481 do CC (BRASIL, [2022e])), haja vista que a compra e venda se caracteriza pela troca de bens (coisa certa) por preço certo em dinheiro e pela troca de bens pela moeda de curso forçado ou de curso legal – que no País é o real, conforme o art. 1º da Lei nº 9.069/1995 (BRASIL, [2021]).

---

ao administrador de carteiras de valores mobiliários: I – atuar como contraparte, direta ou indiretamente, em negócios com carteiras que administre, exceto nos seguintes casos: a) quando se tratar de administração de carteiras administradas de valores mobiliários e houver autorização, prévia e por escrito, do cliente; ou b) quando, embora formalmente contratado, não detenha, comprovadamente, poder discricionário sobre a carteira e não tenha conhecimento prévio da operação".

O investimento é coletivo? Uma vez superadas essas duas questões fundamentais, o *bitcoin* poderá ser submetido às perguntas seguintes do teste com o propósito de verificar sua eventual natureza jurídica como valor mobiliário. Em relação ao caráter *coletivo* do investimento em *bitcoins*, a resposta é negativa, visto que essa expressão nova no Direito brasileiro (VERÇOSA, 1997, p. 98) demanda algum tipo de vínculo que confira unidade a todos os investimentos individual e separadamente realizados por investidores sem relação direta entre si; todos os investimentos devem estar destinados a uma só atividade ou finalidade comum que lhes confira coincidência de propósito (tal como viabilizar um projeto de expansão empresarial), riscos e possibilidades de retorno, geradas por um só empreendedor ou pelo vendedor da oportunidade de investimento.

Para que o investimento em *bitcoins* pudesse vir a ser considerado *coletivo*, seria necessário considerar que toda a rede do *Bitcoin*, ou toda *mineração* ou prova de trabalho realizada na rede do *Bitcoin* pelos *mineradores* configura uma espécie de empreendimento único global a que todos os investidores estariam ligados. O que não parece ser uma leitura razoável do critério *coletividade* do investimento, dado que não existe relação alguma entre todos os *mineradores* participantes da rede do *Bitcoin* ou entre esses *mineradores* e os demais usuários.

Ela funciona como um protocolo aberto (*open source*) de modo que a possibilidade de livre ingresso e saída e de crescimento do número de usuários (nós e pontos) da rede ponto a ponto contraria a estrutura subjacente à ideia de *empreendimento*: a de uma atividade delimitada no escopo, no tempo e no espaço. Em vista disso, somente seria *coletivo* o investimento realizado por investidores individuais – que não precisam ter qualquer intenção de partilha de riscos entre si, porque aqui não se exige o critério da *affectio societatis* entre os investidores[8]. Assim, parece possível fazer uma analogia com a empreitada do Direito Civil, caracterizada pelo "resultado a se obter pela atividade ou pelo trabalho" e pela relação jurídica na qual "uma das partes obriga-se a executar, por si só, ou com o auxílio de outros, determinada obra" (GOMES, 1966, p. 290). Contudo, diferentemente da empreitada, no contrato de investimento coletivo, o *auxílio* de outros provém da captação dos recursos necessários à realização do projeto específico e a *obra* consiste na exploração de uma atividade econômica organizada pelo emissor ou pelo vendedor dos títulos ou contratos de investimento coletivo. Sobre o conceito de *investimento coletivo*, Verçosa (1997, p. 98) afirma

> tratar-se de um negócio no qual o comprador busca auferir lucro, estando presente, de forma implícita, o elemento risco. [...] [F]ornecimento de capital de risco por investidores de um empreendimento. Tal investimento, de acordo com a definição da lei brasileira em apreço não é individual, e sim coletivo ou que a atividade desenvolvida pelo empresário vendedor de tais títulos ou contratos é feita mediante a participação coletiva de investidores, cujos recursos são aplicados em algum tipo de bem, entre os quais estão expressamente incluídos os serviços.

No investimento em *bitcoins* ocorre uma atuação meramente individual dos diversos usuários da rede do *Bitcoin* ou, no máximo, uma relação jurídica bilateral entre o investidor e a *exchange* que lhe franqueia o acesso à rede. Pode-se, então, perceber que é incorreto considerar toda a rede do *Bitcoin* ou parte dela como empreendimento único somente para atender à necessidade de determinar a existência jurídica de um investimento *coletivo* e,

[8] Esse é um dos critérios de distinção entre uma relação jurídica de investimento e uma relação jurídica de sociedade.

consequentemente, atrair a competência regulatória do órgão regulador do mercado de capitais. Como o investimento em *bitcoin* tem caráter individual, embora valha de modo mais ou menos idêntico para todos os usuários da rede do *Bitcoin*, é possível considerar que se trata de uma relação jurídica transindividual homogênea, mas não necessariamente coletiva.

Na experiência jurídica norte-americana o conceito de *investimento coletivo* também foi objeto de controvérsias. Por exemplo, conforme Lima Junior (2016), no julgamento do caso *Procter & Gamble v. Bankers Trust*, a justiça federal estadunidense afastou o argumento de que um contrato de derivativo de balcão era um contrato de investimento coletivo porque todos os contratantes individuais do banco *Bankers Trust* formariam uma *coletividade* que investira seus recursos no banco acreditando na capacidade do banco de gerenciar sua carteira de investimentos em contratos derivativos. Ficou decidido que um conjunto de contratos de uma das partes (no caso o banco *Bankers Trust*) era insuficiente para conferir unidade de propósito a um grupo e, assim, transformar uma série de relações jurídicas bilaterais e de caráter individual (o contrato de cada cliente com o banco) numa relação jurídica de investimento coletivo.

O investimento dá direito a alguma forma de remuneração? A resposta é relativamente mais simples que as anteriores, já que depende de uma avaliação objetiva pelo investidor sobre os frutos gerados pelo ativo objeto do investimento. Um exemplo: no caso de um valor mobiliário tradicional (tal como uma ação ou uma debênture), a titularidade do valor mobiliário garante ao investidor algumas formas de remuneração[9] decorrentes da posição de titular do valor mobiliário.

No caso do investimento em ações emitidas por sociedades anônimas de capital aberto, o titular (acionista) tem o direito essencial ao recebimento de dividendos (inciso I do art. 109 da Lei nº 6.404/1976) e, no caso da debênture, o titular (debenturista) tem o direito ao recebimento dos juros pagos pela companhia emissora (inciso VII do art. 59 da Lei nº 6.404/1976 (BRASIL, [2022c])). Em razão disso, para que um instrumento ou produto financeiro seja considerado valor mobiliário, é necessário que contenha

[9] O quinto subitem do teste estruturado no item 2.11 do voto proferido pelo diretor Marcos Pinto no julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11.593, em 22/1/2008, alude exclusivamente ao direito de obter *remuneração* (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2008), ainda que o inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 também se refira aos direitos de parceria e participação (BRASIL, [2022b]). Uma abordagem mais profunda desses conceitos foge ao escopo do presente trabalho; em todo caso, há uma interessante discussão sobre o conteúdo dos conceitos de *parceria* e *participação* no artigo apresentado em 2011 (e ainda não publicado) por Ana Carolina Barbuio, Camilla Ribeiro Martes, George André Willrich Sales e Lucas Petri Bernardes, como requisito parcial para a aprovação na disciplina Regulação do Mercado de Capitais, ministrada pelos professores José Alexandre Tavares Guerreiro e Francisco Satiro no programa de pós-graduação *stricto sensu* da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

uma curva de rendimentos (*yield curve*) atrelada à (ou decorrente da) própria titularidade do investimento.

No caso dos *bitcoins*, entretanto, é evidente que sua titularidade não garante ao investidor direito algum ao recebimento de frutos (dividendos ou juros). Considerando-se que, ao menos em tese, se trata de uma moeda, os eventuais ganhos do investidor em *bitcoins* aconteceriam exclusivamente na valorização da cotação dos *bitcoins* conforme a flutuação livre de mercado. Assim, a única possiblidade de auferir retorno financeiro decorrente do montante investido na compra dos *bitcoins* é com a venda dos *bitcoins* por um preço maior do que o que foi pago pelo investidor. Naturalmente, um investidor experiente poderia auferir lucros ao adotar outras estratégias de investimento em *bitcoins* muito além da espera do aumento do valor da cotação (*long only*). Tais estratégias de investimento poderiam incluir, por exemplo, a negociação de *bitcoins* em diferentes *exchanges* para viabilizar ao investidor a arbitragem de valores de compra ou venda de *bitcoins* em diferentes *exchanges* ou países. No entanto, a possibilidade de ganho com a adoção de estratégias ativas pelo investidor é insuficiente para caracterizar uma curva de rendimentos própria do *bitcoin*.

A remuneração tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor? A pergunta diz respeito a um dos critérios mais importantes para definir um *valor mobiliário*: o fato de o potencial retorno do investimento depender do potencial sucesso do empreendimento, atividade ou negócio desenvolvido pelo emissor do ativo financeiro. Aqui se constata uma linha divisória entre a postura passiva do investidor (mero rentista do empreendimento) e a postura ativa das partes ofertantes da oportunidade de investimento por meio dos valores mobiliários distribuídos. No caso do investimento em *bitcoins*, os eventuais retornos positivos para o investidor necessariamente dependerão da postura ativa do investidor na análise do mercado e nos processos de tomada de decisão de investimento ou desinvestimento visando obter os retornos pretendidos. Considerando que o investimento em *bitcoins* não oferece uma curva de rendimentos ao seu titular, essa pergunta fica prejudicada no presente caso e sua resposta necessariamente é negativa.

Os títulos ou contratos são objeto de oferta pública? A última pergunta relativa à atribuição da natureza jurídica de valor mobiliário a determinado produto ou instrumento financeiro diz respeito ao seu potencial de apelo à economia popular – em outros termos, à capacidade que a oferta em questão tem de atingir um número indeterminado de investidores sem relação prévia com os emissores ou com os intermediários da oferta.

No ordenamento jurídico brasileiro existem três formas possíveis de distribuição de valores mobiliários: i) a oferta privada, sem necessidade de registro do emissor e da oferta na CVM; ii) a oferta pública com esforços restritos, sem necessidade de registro da oferta na CVM, regida pela Instrução CVM nº 476/2009; e iii) a oferta pública com necessidade de registro da oferta e do emissor na CVM, regida pela Instrução CVM nº 400/2003. Em linhas gerais, é pública a oferta capaz de atingir um número indeterminável de investidores, sendo por isso realizada em lojas, agências e com a utilização de materiais de divulgação da oferta; e privada a oferta que atinge um grupo pequeno de pessoas previamente conhecidas pelo emissor ou pelo intermediário (geralmente os investidores alcançados por essas ofertas são familiares, amigos ou pessoas físicas e jurídicas com relacionamento comercial prévio com as instituições participantes da oferta). Naturalmente, como acontecem unicamente pela internet, as ofertas de investimento em *bitcoins* têm condições de atingir um número

indeterminável de investidores potenciais e efetivos. Por isso, a resposta àquela pergunta é necessariamente positiva.

Ressalte-se que são dificilmente aplicáveis ao investimento em *bitcoins* os critérios para aferir se determinada oferta foi realizada no Brasil para fins de atração da competência regulatória do órgão regulador do mercado de capitais. Primeiro, porque os critérios de definição de competência regulatória territorial (local da sede, residência ou domicílio do emissor ou dos intermediários) costumam ser inaplicáveis na análise do investimento em *bitcoins*: absolutamente tudo é realizado de forma eletrônica e descentralizada pela internet. Segundo, porque a rigor não existem períodos de ofertas de *bitcoins* (com marcos específicos de início e fim, tais como a publicação de anúncios e avisos), uma vez que a oportunidade de investimento em *bitcoins* está sempre disponível. Terceiro, porque as páginas na internet das *exchanges* sediadas fora do Brasil podem ser facilmente acessadas (e, se for o caso, traduzidas) por investidores potenciais ou efetivos localizados, residentes ou domiciliados no Brasil.

Caso os *bitcoins* fossem valores mobiliários (o que não é o caso, dado que nem todas as respostas do teste foram respondidas positivamente), a sua oferta pela internet estaria regulada pelos Pareceres de Orientação n^os^ 32 e 33, ambos expedidos pela CVM em 30/9/2005 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005a, 2005b). Conforme esses pareceres, uma oferta de valores mobiliários emitidos em outras jurisdições seria considerada como realizada no Brasil para fins de necessidade de registro aqui se os meios utilizados para a divulgação da oferta no exterior fossem utilizados para atrair investidores brasileiros. Sobre a utilização da internet para a realização de ofertas de valores mobiliários, a CVM destaca que a oferta será considerada pública a menos que o patrocinador da página da internet (*information provider*) tenha tomado algumas medidas preventivas para evitar a participação do público em geral na referida oferta, tais como:

> b. inexistência de divulgação da página ao público pelo patrocinador da página da internet por meio de correio eletrônico não solicitado, em mecanismos de busca, salas de discussão, por propaganda em páginas na Internet ou revistas, etc.; e
>
> c. existência de indicação direta ou indireta, mas suficientemente clara, de que a página não foi criada para o público em geral (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005a, p. 2).

Como a rede do *Bitcoin* é descentralizada, inexiste um servidor que funcione como o ponto central da rede e que, portanto, poderia ser utilizado para definir o local da sede do emissor – e vale lembrar que o local de residência de Nakamoto é desconhecido. Caso um investidor acesse diretamente a rede do *Bitcoin* para investir, acontecerá uma aplicação de recursos num produto financeiro eletrônico e complemente desterritorializado para fins de definição da jurisdição originária da oferta. Caso a oferta ou o investimento aconteçam por meio de uma *exchange*, será possível adotar, como ficção legal, que a oferta estaria sendo realizada no país da sede da *exchange* ofertante. Dessa forma, poder-se-ia ao menos identificar um regime jurídico aplicável e um potencial responsável por uma suposta captação de poupança popular no Brasil sem a observância dos requisitos regulatórios aplicáveis.

Em resumo, o investimento em *bitcoins* falha no teste adotado pela CVM para a definição de um valor mobiliário na modalidade de contrato de investimento coletivo. A falha acontece pois: i) apenas uma das perguntas (*Há um investimento?*) pode ser categoricamente

respondida de forma positiva; ii) as perguntas *O investimento é formalizado por um título ou por um contrato?* e *Os títulos ou contratos são objeto de oferta pública?* podem ser respondidas de forma positiva apenas quando e se o investimento em *bitcoins* tiver sido realizado por meio de uma *exchange*; iii) as perguntas *O investimento é coletivo?* e *O investimento dá direito a alguma forma de remuneração?* são respondidas negativamente; e iv) a pergunta *A remuneração tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor?* é prejudicada pela resposta negativa à pergunta a respeito do direito a remuneração. Logo, o investimento em *bitcoins* não é um investimento em valores mobiliários: a emissão, a *mineração*, a oferta e o investimento em *bitcoins* estão fora do perímetro regulatório da CVM e não podem ou devem ser regulados por essa autarquia. Porém, dizer que a CVM carece de competência regulatória sobre o mercado de *bitcoins* é diferente de dizer que esse mercado, seus participantes, ofertas ou investidores não devem ser regulados por algum outro órgão estatal. Talvez os processos de captação de poupança popular por meio de *bitcoins* precisem sim ser objeto de regulação e controle estatal. Contudo, no debate institucional, jurídico e administrativo brasileiro[10] ainda está em aberto a questão sobre a que órgão da Administração Pública federal compete regular o mercado de *bitcoins* no País.

4 O *bitcoin* é um ativo financeiro?

Uma vez identificado que o *bitcoin* não é um valor mobiliário – porque não consta no rol taxativo previsto nos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, nem atende aos requisitos de um contrato de investimento coletivo, nos termos do inciso IX do mesmo artigo –, é possível responder à segunda parte da pergunta do título deste trabalho para identificar se o *bitcoin* pode ser juridicamente definido como *ativo financeiro*.

Inicialmente, deve-se esclarecer que este estudo se preocupa com o conceito *jurídico* de instrumento financeiro e que o conteúdo desse conceito jurídico não se confunde – necessariamente – com os conteúdos dos conceitos *econômico* ou *contábil* de ativo financeiro ou de instrumento financeiro. Tal esclarecimento é necessário porque no panorama atual do estudo e da regulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiros observa-se a tendência de importar conceitos de outras realidades jurídicas (como o conceito norte-americano de *securities*) ou de outras ciências sociais (especialmente economia, administração e contabilidade) sem o cuidado de adaptá-los devidamente às finalidades e particularidades do Direito brasileiro.

Foge ao propósito deste trabalho analisar possíveis semelhanças e diferenças entre aqueles conceitos e os conceitos jurídicos de instrumento financeiro ou de ativo financeiro conforme teorias de administração financeira ou contabilidade. Porém, no Brasil ainda falta estabelecer precisamente o conteúdo do conceito jurídico de *instrumento* (ou *ativo*) *financeiro* para fins propriamente jurídicos – haja vista que, no estudo e regulação do mercado de capitais brasileiro, ainda se emprega *valor mobiliário* como principal conceito para a regulação do mercado, apesar de apresentar limitações quando aplicado às inovações financeiras cada vez mais complexas e tecnológicas (por exemplo, o *bitcoin* e as demais criptomoedas). Mesmo inexplorado na doutrina jurídica brasileira, o conceito de *instrumento* (ou *ativo*) *financeiro* tem sido analisado há algum tempo por comercialistas europeus como conceito-chave para a regulação

[10] Especialmente depois da revogação do inciso V do art. 7º da Lei nº 5.768/1971 (vide nota 2).

dos mercados financeiro e de capitais. De acordo com Antunes (2017, p. 11, grifos do autor):

> II. Os instrumentos financeiros constituem o novo conceito-chave do Direito do Mercado de Capitais do séc. XXI, tanto em Portugal, como no estrangeiro. […] [São os] seus principais tipos ou espécies, a saber: os *instrumentos mobiliários* (v.g., ações, obrigações, unidades de participação, "warrants" autónomos, direitos destacáveis, certificados, etc.), os *instrumentos derivados* (v.g. futuros, opções, "swaps", derivativos de crédito, contratos diferenciais, "forwards", "caps", "floors", "collars", etc.) e os *instrumentos monetários* (instrumentos interbancários, certificados de aforro, certificados de depósito, bilhetes de tesouro, papel comercial, etc.).

O conceito de *instrumento financeiro* tornou-se um conceito *guarda-chuva*, de síntese ou de cúpula para a regulação jurídica dos mercados financeiros e de capitais na medida em que a experiência prática do mercado financeiro demonstrou que o conceito de *valor mobiliário* é incapaz de abranger a ampla variedade de *produtos* financeiros e de investimento disponíveis e negociáveis atualmente naqueles mercados.

O poder explicativo do conceito de *valor mobiliário* entrou em declínio com as inovações tecnológicas e financeiras posteriores à década de 1970, com o surgimento de produtos financeiros bem diversos tanto entre si quanto dos demais produtos financeiros e de investimento integrantes do núcleo do conceito de *valor mobiliário*. Esses novos produtos financeiros apresentam características específicas e de difícil padronização: i) o hibridismo entre as características de (i.a) instrumento de capital ou de dívida e (i.b) remuneração de renda fixa e variável; ii) a combinação de características de diferentes valores mobiliários existentes; (iii) a emissão privada; e (iv) a negociação exclusiva em mercado de balcão não organizado. Em contrapartida, os valores mobiliários tradicionais são instrumentos financeiros de massa, padronizados, negociados em mercado de bolsa de valores ou de balcão organizado de valores mobiliários e, conforme Ascenção (2001, p. 15), funcionam direta ou indiretamente como fontes de financiamento. Vejam-se, por exemplo, as ações e as debêntures.

Desse modo, apesar da ausência de discussão na doutrina jurídica nacional sobre o conceito de instrumento financeiro ou de ativo financeiro, a importância prática desses conceitos não pode ser negligenciada. O conceito de *ativo financeiro* – ainda que não previsto na Lei nº 6.385/1976, que define a competência da CVM – também tem sido utilizado pela CVM como uma ferramenta para a autarquia decidir sobre os limites da sua própria competência regulatória. Por exemplo, os incisos V e VI do art. 2º da Instrução CVM nº 555/2014 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, [2020]), regra geral aplicável aos fundos de investimento,

atraem direta ou indiretamente para o perímetro regulatório da CVM produtos financeiros e de investimento não definidos como *valores mobiliários* nos incisos I a VIII do art. 2º ou que não necessariamente atendem aos requisitos descritos no inciso IX do mesmo artigo da Lei nº 6.385/1976[11].

É possível afirmar, então, que o *bitcoin* pode ser considerado ativo financeiro para fins econômicos ou contábeis, mas não para fins especificamente jurídicos e regulatórios do mercado de capitais, dado que o conteúdo do conceito de ativo financeiro é definido de modo taxativo pela CVM numa lista de ativos apresentada nos incisos V e VI do art. 2º da Instrução CVM nº 555/2014. Assim, a CVM precisaria alterar a Instrução – cujo objeto é regular a constituição e funcionamento dos fundos de investimento – para que no Brasil o *bitcoin* passasse a ser considerado ativo financeiro para fins de aplicação da regulação expedida por essa autarquia. Mesmo que o expediente fosse implantado, sua legalidade ainda seria questionável, pois se trataria de uma tentativa de inovação na ordem jurídica realizada por regulamento expedido pela Administração Pública federal sem a devida previsão em lei. Todavia, até o momento, a CVM manifestou posição contrária à aplicação *direta* em *bitcoins* (e outras criptomoedas) dos recursos de fundos de investimento regulados por aquela Instrução e permite a aplicação *indireta* em criptoativos por meio de fundos de investimento que investem no exterior (Ofícios Circulares CVM/SIN nºs 1 e 11 de 2018).

5 Conclusão

Trata-se mais de uma decisão de política pública do que de lógica e hermenêutica jurídica a decisão estatal sobre caracterizar ou não o

[11] "Art. 2º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: [...] V – ativos financeiros: a) títulos da dívida pública; b) contratos derivativos; c) desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos na alínea 'd'; d) títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros; e) certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira; f) o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito; g) quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; e h) *warrants*, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento; VI – ativos financeiros no exterior: ativos financeiros negociados no exterior que tenham a mesma natureza econômica dos ativos financeiros no Brasil" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, [2020], p. 3-4).

bitcoin como um valor mobiliário. Desse modo, se se considerar que os investidores, o mercado e as ofertas de *bitcoin* (ou, conforme o caso, das demais criptomoedas) precisam ser regulados pelo Estado, atraindo-se ou não a competência regulatória da CVM, esse objetivo de política pública pode vir a ser jurídica e legitimamente buscado mediante: i) a adoção do conceito de *ativo financeiro* como novo conceito-chave para a regulação do mercado de capitais e para a proteção da poupança popular; e ii) a definição do *bitcoin* como um ativo financeiro (o que somente seria viável após a análise pela CVM das possíveis repercussões da adoção do conceito de ativo financeiro); ou, alternativamente, iii) a criação de um conceito jurídico aplicável ao *bitcoin*, pois ele não se enquadra nos conceitos jurídicos de *valor mobiliário* ou de *ativo financeiro*.

Sobre o autor

João Manoel de Lima Junior é doutor em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela Faculdade de Direito da Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil; mestre em Direito Econômico e Financeiro pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil; bacharel em Direito pelo Ibmec, Rio de Janeiro, RJ, Brasil; professor do programa de graduação em Direito da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
E-mail: joao.junior@fgv.br

Como citar este artigo

(ABNT)
LIMA JUNIOR, João Manoel de. O *bitcoin* é um valor mobiliário ou um ativo financeiro? *Revista de Informação Legislativa*: RIL, Brasília, DF, v. 59, n. 236, p. 209-235, out./dez. 2022. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/59/236/ril_v59_n236_p209

(APA)
Lima, J. M. de, Jr. (2022). O *bitcoin* é um valor mobiliário ou um ativo financeiro? *Revista de Informação Legislativa: RIL*, *59*(236), 209-235. Recuperado de https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/59/236/ril_v59_n236_p209

Referências

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LIMA JUNIOR, João Manoel de. A incidência das normas emanadas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nas companhias fechadas

e outros tipos societários. *In*: ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI, 26., 2017, Brasília, DF. [*Anais*]. Florianópolis: CONPEDI, 2017. p. 5-24. Disponível em: http://site.conpedi.org.br/publicacoes/roj0xn13/1v8707b4/K5y2C7uG35uD7G6L.pdf. Acesso em: 3 ago. 2022.

ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. 3. ed. rev. e atual. Coimbra: Almedina, 2017.

ASCENÇÃO, José de Oliveira. O actual conceito de valor mobiliário. *Revista da Ordem dos Advogados*, [Lisboa], ano 61, v. 1, p. 5-32, jan. 2001. Disponível em: https://portal.oa.pt/publicacoes/revista-da-ordem-dos-advogados-roa/ano-2001/ano-61-vol-i-jan-2001/doutrina/. Acesso em: 3 ago. 2022.

BRASIL. *Decreto-lei nº 2.286, de 23 de julho de 1986*. Dispõe sobre cobrança de imposto nas operações a termos de bolsas de mercadorias e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1986. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del2286.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Decreto nº 9.003, de 13 de março de 2017*. Aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções de Confiança do Ministério da Fazenda, remaneja cargos em comissão e funções de confiança e substitui cargos em comissão do Grupo-Direção e Assessoramento Superiores – DAS por Funções Comissionadas do Poder Executivo – FCPE. Brasília, DF: Presidência da República, [2019]. [Revogado]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/decreto/d9003.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964*. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e [controle] dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Brasília, DF: Presidência da República, [1982]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4320.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Lei nº 5.768, de 20 de dezembro de 1971*. Abre a legislação [sobre] distribuição gratuita de prêmios, mediante sorteio, vale-brinde ou concurso, a título de propaganda, estabelece normas de proteção à poupança popular, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2022a]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5768.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, [2022b]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385compilada.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, [2022c]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Lei nº 8.685, de 20 de julho de 1993*. Cria mecanismos de fomento à atividade audiovisual e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2020a]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8685compilado.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995*. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2021]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9069.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997*. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2022d]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9514.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, [2022e]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Medida Provisória nº 2.200-2, de 24 de agosto de 2001*. Institui a [Infraestrutura] de Chaves Públicas Brasileira – ICP-Brasil, transforma o Instituto Nacional de Tecnologia da

Informação em autarquia, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2020b]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/antigas_2001/2200-2.htm. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. Ministério da Fazenda. *Portaria nº 283, de 14 de julho de 2018*. Aprova o Regimento Interno da Secretaria de Acompanhamento Fiscal, Energia e Loteria do Ministério da Fazenda. [Brasília, DF]: Imprensa Nacional, 2018. Disponível em: https://www.in.gov.br/web/dou/-/portaria-n-283-de-14-de-junho-de-2018-26174352. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. Ministério da Fazenda. Portaria nº 386, de 14 de julho de 2009. Aprova o Regimento Interno da Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda. *Diário Oficial da União*: Seção 1, Brasília, DF, ano 146, n. 135, p. 21-24, 17 jul. 2009. Disponível em: https://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?jornal=1&pagina=21&data=17/07/2009. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. Supremo Tribunal Federal (1. Turma). Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 827.415/SP. Agravo regimental no agravo de instrumento. Processual civil. 1. Deficiência no traslado: carimbo do protocolo ilegível. Impossibilidade de aferição da tempestividade do recurso extraordinário. Dever de vigilância do agravante […]. Agravante: Companhia de Bebidas das Américas – Ambev. Agravada: Pacar Transportes Ltda. Relatora: Min. Cármen Lúcia, 23 de agosto de 2011. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, n. 174, p. 19, 12 set. 2011. Disponível em: https://www.stf.jus.br/arquivo/djEletronico/DJE_20110909_174.pdf. Acesso em: 3 ago. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). *Deliberação CVM nº 604, de 19 de novembro de 2009*. Aprova os Pronunciamentos Técnicos CPC 38, 39 e 40, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que tratam do reconhecimento e mensuração, da apresentação e da evidenciação de instrumentos financeiros. [Brasília, DF]: CVM, [2022a]. [Revogada]. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0600/deli604.html. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Deliberação CVM nº 696, de 13 de dezembro de 2012*. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 18(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de investimento em coligada, em controlada e empreendimento controlado em conjunto. [Brasília, DF]: CVM, [2022b]. [Revogada]. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0600/deli696.html. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014*. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. [Brasília, DF]: CVM, [2020]. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015*. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. [Brasília, DF]: CVM, [2021]. [Revogada]. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst558.html. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Parecer de Orientação CVM nº 32, de 30 de setembro de 2005*. Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. [Brasília, DF]: CVM, 2005a. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare032.html. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Parecer de Orientação CVM nº 33, de 30 de setembro de 2005*. Intermediação de operações e oferta de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições. [Brasília, DF]: CVM, 2005b. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. *Processo CVM nº RJ2007/11.593*. Voto: Dir. Marcos Barbosa Pinto, 15 de janeiro de 2008. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5730-0.pdf. Acesso em: 3 ago. 2022.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (Brasil). *Resolução CMN nº 1.723, de 27 de junho de 1990*. Autoriza a emissão e notas promissórias, como valor mobiliário, pelas sociedades por ações. [Brasília, DF]: Banco Central do Brasil, [2021]. [Revogada]. Disponível em: https://

www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolução&numero=1723. Acesso em: 3 ago. 2022.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1966.

LIMA JUNIOR, João Manoel de. *Procter & Gamble vs. Bankers Trust*: um estudo sobre contratos derivativos. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, São Paulo, n. 3, p. 359-402, maio 2016.

MARTINS, Eliseu. *Contabilidade de custos*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Ed. FGV, 2015. v. 1, t. 1.

NAKAMOTO, Satoshi. *Bitcoin*: a peer-to-peer electronic cash system. [*S. l.*: *s. n.*, 2009]. Disponível em: https://bitcoin.org/bitcoin.pdf. Acesso em: 3 ago. 2022.

RODDY, Joan Meyerhoefer. Securities law: the exclusion of noncontributory, compulsory pension plans. *University of Dayton Law Review*, [Dayton, OH], v. 5, n. 1, p. 191-205, 1980. Disponível em: https://ecommons.udayton.edu/udlr/vol5/iss1/10/. Acesso em: 3 ago. 2022.

SANDRONI, Paulo. *Dicionário de administração e finanças*. 3. ed. São Paulo: Best Seller, 2001.

SHEPHERD, Maddie. How many businesses accept bitcoin? Full list (2021). *Fundera*, New York, Dec. 16, 2020. Disponível em: https://www.fundera.com/resources/how-many-businesses-accept-bitcoin. Acesso em: 3 ago. 2022.

TERMOS de uso. São Paulo: Foxbit, set. 2021. Disponível em: https://foxbit.com.br/termos-de-uso/. Acesso em: 3 ago. 2022.

UNITED STATES. Supreme Court. *Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56 (1990)*. First party: Reves. Second party: Ernst & Young. February 21, 1990. Disponível em: https://supreme.justia.com/cases/federal/us/494/56/. Acesso em: 3 ago. 2022.

______. Supreme Court. *Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551 (1979)*. First party: International Brotherhood of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen & Helpers of America. Second party: Daniel. January 16, 1979. Disponível em: https://supreme.justia.com/cases/federal/us/439/551/. Acesso em: 3 ago. 2022.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A CVM e os contratos de investimento coletivo: "boi gordo" e outros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 108, p. 91-100, out./dez. 1997.